

УДК 338.242

DOI: 10.18413/2409-1634-2017-4-1-94-98

Сазыкина С.А.

**ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ:
ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ И РИСКИ ПРИМЕНЕНИЯ В РОССИИ**

ООО «Азбука успеха», ул. Средне-Московская, 92, г. Воронеж, 394018, Россия,
s.sofy@mail.ru

Аннотация

В данной работе автором рассматривается зарубежный опыт использования инфраструктурных облигаций как основного инструмента финансирования государственно-частных проектов, а также риски применения данного финансового инструмента в России. Отмечается возросшая необходимость не только в финансировании инфраструктурных проектов государственно-частного партнерства, но и в инвестировании средств негосударственных пенсионных фондов в инфраструктурные проекты ввиду проведения пенсионных реформ и перехода на систему индивидуального пенсионного капитала. Исследуются перспективы и возможные проблемы привлечения инфраструктурных облигаций. Обосновывается необходимость упрощения и совершенствования процесса выпуска инфраструктурных облигаций, а также предлагаются пути нивелирования проблем, связанных с данным финансовым инструментом государственно-частного партнерства.

Ключевые слова: инфраструктурные облигации; негосударственный пенсионный фонд; государственно-частное партнерство; институциональные инвесторы

Sofya A. Sazykina

**INFRASTRUCTURE BONDS: FOREIGN EXPERIENCE
AND RISKS OF THEIR USE IN RUSSIA**

ООО "ABC of Success", 92 Sredne-Moscovskaya St., Voronezh, 394018, Russia,
s.sofy@mail.ru

Abstract

In the article, the author studies the foreign experience of using infrastructure bonds as a main financial instrument of public-private partnerships and also outlines risks of using this financial instrument in Russia. There is an increased necessity not only to finance infrastructure projects of public-private partnership, but also to invest finances of non-state pension funds into infrastructure projects due to pension reforms and the transition to an individual pension capital system. The prospects and possible problems of raising infrastructure bonds are explored. The necessity of simplification and improvement of the process of issuing infrastructure bonds is explained, and the ways of leveling the problems associated with this financial instrument of public-private partnership are suggested.

Keywords: infrastructure bonds; non-government pension fund; public-private partnership; institutional investors

К концу 2016 года объем рынка негосударственных пенсионных фондов достиг 3,5 трлн. рублей. Эпоха обязательного пен-

сионного страхования завершается и в скором времени ожидается запуск системы индивидуального пенсионного капитала, что

вынуждает фонды искать новые рынки инвестирования [2]. Именно поэтому актуальность темы инфраструктурных облигаций является животрепещущей, т.к. на данный момент они являются, пожалуй, самым недооценённым и недоработанным инструментом государственно-частного партнерства (далее – ГЧП) в России.

Инфраструктурные облигации получили свое становление и развитие за границей. В зарубежной практике инфраструктурные облигации зачастую представлены в виде муниципальных целевых облигаций и корпоративных инфраструктурных облигаций. Наибольший опыт в практике применения инфраструктурных облигаций имеют США, Австралия, Индия, Чили, Южная Корея, Канада, Казахстан, Польша и ряд некоторых других стран. Рассмотрим отличия применения инфраструктурных облигаций за рубежом.

В США муниципальные инфраструктурные облигации делятся на два вида: облигации общего покрытия, которые не подкреплены никаким источником дохода и облигации, выпускаемые под конкретные проекты и обеспеченные доходами от этих проектов [3]. Под последним видом облигации предполагается, что источниками дохода для оплаты долга являются платежи от потребителей услуг (сбор за плату проезда, сбор за пользование электричеством и т.п.). В инфраструктурные облигации инвестируются средства пенсионных фондов, страховых компаний, банков. Популярность данных облигаций обусловлена тем, что они не облагаются федеральными налогами и выплаты по ним гарантированы законодательством штата, где реализуется проект.

В Австралии инфраструктурные облигации также обеспечиваются доходами от проектов. Однако, перечень объектов, в проекты которых могут быть привлечены инфраструктурные облигации узок: наземный и воздушный транспорт, объекты ЖКХ: электроснабжение, газоснабжение, водоснабжение, канализационные и водоочистные сооружения. Зачастую в качестве эми-

тента облигаций выступают банки и страховые компании.

В Чили, как и в Австралии, перечень объектов, в которые вкладываются инфраструктурные облигации, строго определен и к нему относятся объекты ЖКХ и транспортные объекты (аэропорты, дороги и т.д.). Зачастую инициаторами выступают не банки, а страховые компании, реже пенсионные фонды.

Индия, наоборот, отдает предпочтение эмитентам – банкам. Здесь огромное внимание уделяется размеру кредита под инфраструктурные облигации, т.к. сумма привязана к экономическим показателям проекта – размер кредита строго ограничен. Недостатком, тормозящим развитие инфраструктурных облигаций в Индии является тот факт, что они не защищены от инфляции, что значительно снижает интерес к ним ввиду того, что держатель данной облигации может в итоге не получить даже вложенных денег, не говоря уже о дополнительном доходе.

Казахстан также известен своим опытом в реализации инфраструктурных облигаций, однако, не таким успешным, как у других стран. Именно здесь произошел наиболее громкий дефолт по инфраструктурным облигациям в 2008 году ввиду высокой инфляции в стране. В связи с тем, что механизм ответственности государства не был прописан четко: каким образом, через какие каналы и из какой бюджетной программы выделять средства, ГЧП проект был преобразован в полностью государственный посредством выкупа пакета акций [9].

Интерес к инфраструктурным облигациям в России возник ввиду ограниченности финансовых возможностей для реализации социально-значимых проектов. Изучив зарубежный опыт, специалисты по ГЧП обратили свое внимание на институциональных инвесторов (негосударственные пенсионные фонды (далее – НПФ), страховые компании), в распоряжении которых находятся значительные объемы денежных средств, которые необходимо не просто сохранить, но и преумножить.

Впервые об инфраструктурных облигациях как о возможном инструменте финансирования проектов ГЧП было написано в плане мероприятий на 2008-2015 гг. по реализации Стратегии развития железнодорожного транспорта в Российской Федерации до 2030 г. [4] Далее, в Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации за период до 2020 г. [5] была представлена детальная программа развития инфраструктурных облигаций, одним из пунктов которой было законодательное закрепление данного инструмента. Однако, до сих пор правового закрепления инфраструктурные облигации так и не получили. Несмотря на то, что были предприняты попытки создания законопроекта «Об особенностях инвестирования в инфраструктуру с использованием инфраструктурных облигаций», понятие «инфраструктурных облигаций» так и не появилось в России на законодательном уровне.

До сих пор на рынке возникает коллизия экономико-правовых терминов «инфраструктурные облигации», «концессионные облигации» и «корпоративные облигации» [6].

Одни авторы (И. Благих, А. Персиянцев) утверждают, что это одно и то же, другие (С. Машагин, Е. Стюарт, С. Цвирко, Б. Рубцов) четко обособляют каждый из этих терминов. Мы тоже считаем неуместным ставить знак равенства между данными понятиями. Корпоративные облигации – это облигации, выпускаемые предприятиями и компаниями, с целью извлечения максимальной прибыли. Это необязательно облигации, относящиеся к проектам ГЧП или к разного рода инфраструктурным проектам. Это, по сути, обобщенное понятие облигаций, выпускаемых компаниями.

Концессионные облигации – это облигации компаний эмитента, реализующих конкретный концессионный проект. Каждый по-своему может трактовать данное определение и относить или не относить концессионные облигации к инфраструктурным. В силу того, что мы долгое время изучали тему концессионных соглашений,

могу выразить лишь свое несогласие, т.к. проекты концессионного соглашения – это очень узкий перечень проектов в рамках ГЧП и называть инфраструктурные облигации концессионными означало бы выделить маленький фрагмент из огромного пласта возможных форм ГЧП проектов.

В любом случае, на данном этапе, при выпуске облигаций для привлечения финансирования проектов, реализуемых на условиях государственно-частного партнерства, применяются общие правила, установленные законодательством о рынке ценных бумаг, содержащиеся в федеральном законе №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» [7].

Суть инфраструктурных облигаций заключается в том, что данные облигации призваны финансировать конкретные проекты с конкретными и измеримыми параметрами, то есть носят узко-целевой характер. Причем, основными инвесторами, осуществляющими вложения в них, являются институциональные компании (пенсионные фонды, страховые компании, кредитные организации).

Часто покупателями инфраструктурных облигаций выступают НПФ, определенным образом аффилированные с другим кредитором или инвестором проекта. Так, ВТБ Пенсионный фонд выкупал бумаги проектов с участием «ВТБ Капитала» по финансированию, строительству и эксплуатации двух участков автодороги М11 «Москва – Санкт-Петербург» при размещении в 2015 году [10].

Проанализировав зарубежный и отечественный опыт, мы обозначили некоторые моменты, тормозящие развитие рынка инфраструктурных облигаций в нашей стране.

Во-первых, объем рынка инфраструктурных облигаций в России пока невелик, ввиду этого зачастую значительная часть выпусков целиком выкупается единственным инвестором. Таким образом, в данном сегменте облигаций нельзя говорить о собственных ориентирах по доходности внутри этого класса активов [1].

Во-вторых, на данном этапе отсутствуют пулы инвестиционных проектов. Под гарантии государства необходимо формировать

такого рода пулы, и с использованием портфельного подхода и тщательной оценки эффективности и рисков проектов инвестировать в них средства институциональных инвесторов. Важно, чтобы новые игроки инфраструктурного рынка сумели быстро адаптироваться и привлечь финансирование в ГЧП-проекты среднего размера до 3-7 млрд. руб. Финансирование таких проектов позволит фондам одновременно и диверсифицировать, и сбалансировать свои портфели.

В-третьих, в России пока отсутствует как внешняя, так и внутренняя система риск-менеджмента НПФ и страховых компаний. Генеральный директор ПАО «Волга Капитал», С. Машагин, акцентирует внимание на том, что отсутствие рейтинга инфраструктурных облигаций значительно снижает интерес институциональных инвесторов к данному рода финансовым инструментам. Тем не менее, по словам С. Машагина, в России имеется 2 агентства, способных и аккредитованных рейтинговать сложные инфраструктурные облигации: АКРА и РА «Эксперт» [10].

В-четвертых, безусловно, необходимо придерживаться схемы максимального распределения рисков по проектным облигациям между государством и частным сектором. С этой целью необходимо построение в обозначенных законом рамках договорных отношений между государством и эмитентом, и обеспечение многоступенчатого контроля над действиями того или иного субъекта с целью недопущения дефолта по данному рода облигациям. Важным при этом является предоставление государственных гарантий по исполнению обязательств, удостоверяемых инфраструктурными облигациями в рамках ГЧП, так как это является значимым критерием для оценки кредитного рейтинга будущих облигаций. Готовность государства предоставлять прямые и косвенные гарантии под инновационные проекты, осуществляемые на ГЧП с использованием инфраструктурных облигаций, – дополнительный аргумент в пользу инвестирования средств пенсионных резервов и накоплений в подобные облигации [8].

В-пятых, пожалуй, самым важным аспектом является необходимость законодательного закрепления понятия «инфраструктурная облигация» и порядка работы с данным финансовым инструментом.

Суммируя, хотелось бы выразить надежду на то, что вопрос правового закрепления и обеспечения государственными гарантиями инфраструктурных облигаций в скором времени разрешится и сделает данный инструмент более привлекательным, тем более что нет более подходящего времени начать действовать и наращивать проекты ГЧП для привлечения финансирования со стороны институциональных компаний, чем 2018-2020 гг.

Информация о конфликте интересов: авторы не имеют конфликта интересов для декларации.

Conflicts of Interest: the authors have no conflict of interest to declare.

Список литературы:

1. Аналитический обзор «Инвестиции в инфраструктуру 2016+». Вступая в новую реальность» / Аналитическое подразделение InfraONE. URL: http://infraone.ru/images/analitika/Analiticheskiy_obzor_InfraONE_Investicii_v_infrastrukturu_2016_Vstupaya_v_novuyu_realnost.pdf (дата обращения: 21.11.2017).
2. Будущее пенсионного рынка: фонды готовятся к ИПК / Рейтинговое агентство «Эксперт РА». URL: <https://raexpert.ru/researches/npf/2017> (дата обращения: 08.12.2017).
3. Инфраструктурные облигации. Текущее состояние / Vegas Lex. URL: <https://www.vegaslex.ru/analytics/publications/32386/> (дата обращения: 21.11.2017).
4. Распоряжение Правительства РФ от 17 июня 2008 г. N 877-р Об утверждении Стратегии развития железнодорожного транспорта в РФ до 2030 г. / Система ГАРАНТ. URL: <http://base.garant.ru/193585/#ixzz511xeUzps> (дата обращения: 01.12.2017).
5. Распоряжение Правительства РФ от 29 декабря 2008 г. N 2043-р Об утверждении стратегии развития финансового рынка РФ на период до 2020 г. / Система ГАРАНТ. URL: <http://base.garant.ru/12164654/> (дата обращения: 01.12.2017).

6. Стюарт Е. Иллюзия инфраструктурных облигаций. Почему фокус не удался? / Forbes. URL: <http://www.forbes.ru/finansy-i-investicii/349401-illyuziya-infrastrukturnyh-obligatsiy-pochemu-fokus-ne-udalsya> (дата обращения: 05.12.2017).

7. Федеральный закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ (ред. от 25.11.2017) "О рынке ценных бумаг" / Система Консультант Плюс. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/ (дата обращения: 01.12.2017).

8. Фирсова А.А. Теория и методология инвестирования инновационной деятельности на основе государственно-частного партнерства состояние: Автореф. дис. ... канд. эконом. наук. Саратов, 2012. 39 с. URL: <http://www.sstu.ru/files/aspirantura/Firsov-020412.pdf> (дата обращения: 15.11.2017).

9. Цвирко С.Э. Инфраструктурные облигации: возможности применения и риски // Вестник Тамбовского университета. Серия: Гуманитарные науки, 2010. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/infrastrukturnye-obligatsii-vozmozhnosti-primeneniya-i-riski> (дата обращения: 04.12.2017).

10. Шереметьева А. Облигации ждут инфраструктуры. Ценные бумаги / Коммерсант. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/3335875> (дата обращения: 01.12.2017).

References:

1. The analytical division of *InfraONE* (2016), *Analiticheskiy obzor «Investitsii v infrastrukturu 2016. Vstupaya v novuyu realnost* [Analytical review investments for infrastructure 2016+. Going into new reality], [Online], available at: http://infraone.ru/images/analitika/Analiticheskiy_obzor_InfraONE_Investitsii_v_infrastruktur_2016_Vstupaya_v_novuyu_realnost.pdf (Accessed 21 November 2017).

2. The Expert RA Rating Agency (2017), *The future of the pension market: funds are preparing for individual pension capital*, [Online], available at: <https://raexpert.ru/researches/npf/2017> (Accessed 8 December 2017).

3. Vegas Lex (2017), *Infrastrukturnye obligatsii. Tekushee sostoyanie* [Infrastructure bonds. Current state], [Online], available at: <https://www.vegaslex.ru/analytics/publications/32386/> (Accessed 21 November 2017).

4. The Legal Information Resource Complex GARANT, *The Order of the Government of the Russian Federation of 17.06.2008 N 877-p Ob ut-*

verzdenii strategii razvitiya zheleznodorozhnogo transporta v RF do 2030 goda [About the approval of the Strategy for the Development of the Railway Transport in the Russian Federation until 2030], [Online], available at: <http://base.garant.ru/193585/#ixzz511xeUzps> (Accessed 1 December 2017).

5. The Legal Information Resource Complex GARANT, *The Order of the Government of the Russian Federation of 29.12.2008 N 2043-p Ob utverzdenii strategii razvitiya finansovogo rynka RF na period do 2020 goda* [About the approval of the strategy for the development of the Russian financial market for the period until 2020.], [Online], available at: <http://base.garant.ru/12164654/> (Accessed December 1, 2017).

6. Stuart, E. (2017), "Illusion of infrastructure bonds. Why did the focus fail?", Forbes [Electronic], available at: <http://www.forbes.ru/finansy-i-investicii/349401-illyuziya-infrastrukturnyh-obligatsiy-pochemu-fokus-ne-udalsya> (Accessed 5 December 2017).

7. The Consultant Plus Legal Database, *The Federal law of the Russian Federation of 22.04.1996 N 39-ФЗ "O rynke tsennykh bumag"* [About the securities market], [Online], available at: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/ (Accessed 1 December 2017).

8. Firsova, A.A. (2012), "Theory and methodology of investing of innovative activity on the basis of public-private partnership", Abstract of PhD dissertation in Economics. Saratov, Russia, available at: <http://www.sstu.ru/files/aspirantura/Firsov-020412.pdf> (Accessed 15 November 2017).

9. Tsvirko, S.E. (2010), "Infrastructure bonds: opportunities to use and risks", *Vestnik Tambovskogo Universiteta. Seriya: Gumanitarnye nauki*, available at: <https://cyberleninka.ru/article/n/infrastrukturnye-obligatsii-vozmozhnosti-primeneniya-i-riski> (Accessed December 4, 2017).

10. Scheremetyeva, A. (2017), "Bonds are waiting for infrastructure. Securities", *Commerzant* [Electronic], available at: <https://www.kommersant.ru/doc/3335875> (Accessed 1 December 2017).

Сазыкина Софья Александровна, кандидат экономических наук, Воронеж, Россия

Sofya A. Sazykina, PhD in Economics, Voronezh, Russia